

# 信用等级公告

联合[2015]104号

联合资信评估有限公司通过对石家庄滹沱新区投资开发有限公司及其拟发行的2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估,确定

石家庄滹沱新区投资开发有限公司

主体长期信用等级为

AA

2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期

项目收益债券的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话:(010)85679696

传真:(010)85679228

邮编:100022

网址:www.lhratings.com

## 2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期 项目收益债券信用评级报告

### 评级结果:

偿债主体: 主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

差额补偿人: 主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA<sup>+</sup>

本期债券发行规模: 18 亿元

本期债券期限: 10 年

偿还方式: 按年付息, 从第 2 年至第 10 年分别偿还本金的 10%、15%、12.5%、7.5%、10%、10%、10%、10%、15%

发行目的: 用于棚户区改造常山社区一期

评级时间: 2015 年 5 月 8 日

### 财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	106.51	133.44	181.53
所有者权益(亿元)	59.34	66.13	74.65
长期债务(亿元)	40.46	46.28	67.24
全部债务(亿元)	40.46	56.63	84.56
营业收入(亿元)	19.27	23.15	23.27
利润总额(亿元)	1.53	4.53	3.35
EBITDA(亿元)	2.55	5.73	4.36
经营性净现金流(亿元)	-13.95	17.46	-9.67
营业利润率(%)	9.94	9.90	9.60
净资产收益率(%)	1.94	5.14	4.04
资产负债率(%)	44.29	50.44	58.88
全部债务资本化比率(%)	40.54	46.13	53.11
流动比率(%)	917.55	232.93	237.96
全部债务/EBITDA(倍)	15.90	9.88	19.40
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.32	0.24

### 分析师

刘秀秀 陈 茜

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对石家庄滹沱新区投资开发有限公司(以下简称“公司”或“滹沱公司”)的评级反映了其作为石家庄市正定新区重要的基础设施建设和安置房建设投融资主体,在项目资本金、融资支持及政府补贴等方面获得石家庄市和正定新区的大力支持;同时,联合资信也关注到公司存货和应收款项对资金形成一定占用、负债规模快速增长等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

石家庄市正定新区作为石家庄市重点发展的新兴区域,是石家庄省会城市的重要组成部分,近年来正定新区建设发展较快,财政实力不断增强,为滹沱公司发展提供了良好的外部环境。联合资信对滹沱公司的评级展望为稳定。

本期债券募投项目具有预期收益来源广泛、获得财政补贴较多等优势,本期债券偿债来源主要为项目收益,不足部分可先由滹沱公司其他收益进行补足,根据预测,募投项目收益及滹沱公司对本期债券本息偿还均具备覆盖能力;同时,本期债券设置了差额补偿机制,差额补偿人石家庄国控投资集团有限责任公司(以下简称“国控集团”)有义务按约定的时间对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足,并承担连带责任,国控集团是石家庄市重要的城市投融资建设统一运作主体,以上措施可有效提升本期债券到期偿还的安全性。另外,本期债券设置了提前还款安排,有效降低了集中支付压力。

基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 近年来石家庄市正定新区建设不断推进，新区财力逐步增强，为滹沱公司营造了良好的外部发展环境。
2. 滹沱公司业务在正定新区具备一定的区域垄断优势，获得政府多方面的支持，且公司具有丰富的土地资源。
3. 本期募投项目自身未来收入来源广泛，并能够获得较多财政补贴。
4. 本期债券设置了差额补偿机制，滹沱公司、差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，有效提升了本期债券到期偿还的安全性；本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力。

### 关注

1. 滹沱公司资产中存货、土地资产和在建工程规模较大，土地变现受土地市场景气度影响大，资产流动性偏弱。
2. 由于本期募投项目所处正定新区尚处于前期建设阶段，入驻新区企业较少，募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性。
3. 在项目建设阶段，募投项目自身不产生收益，利息偿还对财政补贴等外部支持依赖程度较高。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与石家庄滹沱新区投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与石家庄滹沱新区投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因石家庄滹沱新区投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本评级报告引用的相关的资料主要由石家庄滹沱新区投资开发有限公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目收益债券信用等级自本债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”或“滹沱公司”）系2010年4月8日由石家庄市财茂投资开发有限责任公司（以下简称“财茂投资公司”）出资组建的国有独资企业，注册资本为50000万元。公司是财茂投资公司的全资子公司，石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）为财茂投资公司的唯一股东，石家庄市财政局对国控集团持股比例为100%，因此公司实际控制人为石家庄市财政局。

公司经营范围：以自有资金对国家非禁止或非限制的项目进行投资；市政工程施工，土地整理，房屋拆除（以上不含爆破拆除，不含需前置许可项目），物业管理，会议及展览服务。

截至2014年底，无纳入公司合并范围的子公司。公司设置办公室、财务部、融资发展部和人力资源部合计4个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额181.53亿元，所有者权益74.65亿元，2014年实现营业收入23.27亿元，实现利润总额3.35亿元。

公司住所：石家庄市正定县诸福屯镇政府院内；法定代表人：赵夕军。

## 二、本期项目收益债及债券投资项目概况

### 1. 本期债券概况

公司计划发行2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目收益债券（以下简称“本期债券”），募集资金18亿元，发行期限10年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第2至第10个计息年度末分别偿还债券本金的10%、15%、12.5%、7.5%、10%、10%、10%、10%、15%，到期利息随本金一起支付。

本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿

责任包括当偿债资金专户余额以及滹沱公司其他收益不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人国控集团分别按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分，差额补偿协议的签署有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

### 2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金全部用于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期<sup>1</sup>（以下简称“募投项目”）投资建设。公司负责募投项目的投资、建设及运营管理。

表1 本期募集资金投资项目情况（单位：亿元、%）

募集资金用途	项目总投资	本期债券募集资金金额	募集资金及占项目总投资比例
石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期	26.48	18.00	67.98

资料来源：公司提供

### 项目建设内容

本期债券募投项目包含三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村合计6个村的回迁安置，项目建设内容主要包括棚户区拆迁工程和安置房建设工程，项目安置区域位于石家庄正定新区腾工路以南、东上泽大街以东、晨光路以北、规划路以西合围区域内。

该项目采用异地安置方式，拆迁总占地面积1092744平方米，拆迁总人数8665人，宅基地拆迁建筑面积608759平方米。该项目总用地面积323739平方米，总建筑面积819059平方

<sup>1</sup> 根据《石家庄滹沱新区投资开发有限公司关于项目收益债券名称和债券募投项目名称的说明》，本期债券募投项目的正式名称为石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会签安置）项目，为便于表述，在本期债券的各项申报、发行文件中，存在将募投项目建成为“石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目”、“石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期”、“石家庄正定新区棚户区改造常山社区（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会签安置）项目”等情况，上述简称仅为方便表述，均指石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村会签安置）项目。

米，容积率2.32；项目建设内容包括高层住宅、商业和公建工程，其中项目住宅建筑面积632520平方米，商业建筑面积71440平方米，公建建筑面积115099平方米。

#### 项目批复

本期债券募投项目已获得石家庄市环境保护局、经济发展局和城乡规划局等多个部门的文件批复。

该项目已经石家庄市环境保护局正定新区分局《关于石家庄滹沱新区投资开发有限公司石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村回迁安置）项目环境影响报告书的批复》（石环正新[2013]5号）文件批复。

该项目已经石家庄正定新区经济发展局《石家庄正定新区经济发展局关于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村回迁安置）项目可行性研究报告（代项目建议书）的批复》（石新管经[2013]19号）文件批复。

该项目已经石家庄正定新区经济发展局《石家庄正定新区经济发展局基本建设、商品房项目年度投资计划通知书》（石新管经[2014]53号）文件列入正定新区2014年基本建设投资计划。

该项目已取得石家庄市节能监察中心《石家庄正定新区经济发展局关于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目节能评估报告》（石节能评估报告书评字[2013]57号）文件。

该项目已取得石家庄正定新区经济发展局《关于石家庄正定新区经济发展局关于石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期（三里屯、丁家庄、吴家庄、郭家庄、大临济及东临济村回迁安置）项目社会稳定风险评估意见》（石新管经评[2013]1号）文件。

该项目已取得石家庄市城乡规划局《建设用地规划许可证》（地字第130123201300006号）文件。

该项目已取得正定新区国用[2014]第

00105号、正定新区国用[2014]第00106号、正定新区国用[2014]第00107号、正定新区国用[2014]第00108号土地使用权证书。

该项目已取得石家庄市城乡规划局《建设工程规划许可证》（建字第130123201400015号）文件。

该项目已取得石家庄市正定新区建设局《建筑工程施工许可证》（编号zdxqjs13035、zdxqjs14003、zdxqjs14004、zdxqjs14006、zdxqjs14007）文件。

#### 项目建设进度及资金来源

项目总投资估算为264824万元，其中建设投资为244159万元，建设期利息为20665万元，其中，拟使用本期债券募集资金18亿元，占项目总投资的67.98%。项目建设期拟定3年，预计竣工时间为2016年。截至2014年底，项目投资9.57亿元，项目进度约为36.15%。

#### 项目建设风险

本期债券募投项目的建设是一个系统工程，项目建设过程中的施工进展、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大。石家庄市工程咨询研究院出具的《石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”）对项目在建设过程中的风险已经进行了提示。

征地拆迁方面：滹沱公司根据《关于印发滹沱新区土地储备实施细则和滹沱新区土地房屋征收实施办法的通知》（石政发[2010]25号）和《关于印发石家庄市征收市区集体土地青苗和地上建筑物附着物补偿标准的通知》（石政办函[2010]122号）制定了拆迁补偿标准，拆迁补偿采用房屋产权调换和货币补偿的方式进行。

资金筹措方面：募投项目规划总投资26.48亿元，其中财政拨款3.97亿元，对外筹资22.51亿元。

建设安全措施方面：本募投项目建设期间在进行地面挖掘、材料运输和基础工程等施工过程中，使用大量的车辆及施工机械所产生的

噪声、扬尘和固体废渣等，对空气质量有所影响。《可研报告》按照国家有关法律法规已经制定了防范措施。

### 三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，

同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 城市基础设施建设行业

##### （1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、

环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

## (2) 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台

融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债

主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两

极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

### （3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年，全国固定资产投资总额完成512761万亿元，比上年名义增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005亿元，增长15.7%；农户投资10756亿元，增长2.0%。东部地区投资206454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资124112亿元，增长17.6%；西部地区投资129171亿元，增长17.2%；东北地区投资46096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208107亿元，增长13.2%；第三产业投资281915亿元，增长16.8%。

截至2014年，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后

中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

## 2. 区域环境

### 石家庄市区域环境

根据《石家庄市国民经济和社会发展统计公报》，2014年石家庄全市生产总值完成5100.2亿元，按可比价格算，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值增长2.6%，第二产业增加值增长7.1%，第三产业增加值增长9.9%。

2014年，全市全年全社会固定资产投资完成5109.5亿元，比上年增长16.1%。其中，固定资产投资（不含农户）5076.4亿元。比上年增长16.2%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年增长20.2%，第二产业投资增长22.4%，第三产业投资增长10.4%。全年建设项目投资比上年增长17.7%。其中，亿元以上项目投资增长20.7%。房地产开发投资比上年增长10.5%。

2014年，全市规模以上工业企业2536家，完成增加值2071.7亿元，比上年增长8.0%。其中，国有及国有控股企业下降2.6%，集体企业下降3.9%，股份制企业增长10.9%，外商及港澳台企业增长4.7%。分行业看，七大主导产业比上年增长8.5%。其中，装备制造业增长15.2%；医药工业增长2.9%；食品工业增长7.0%；纺织服装业增长14.0%；石化工业增长7.7%；钢铁工业增长6.3%；建材工业下降3.3%。六大高耗能行业增长3.1%，高新技术产业增加值增长13.2%。

从地方财力情况来看，根据公开资料，2012~2014年，石家庄市地方财力呈逐年增长趋势，2014年，石家庄全部财政收入681.3亿元，比上年可比增长10%。其中，全市公共财政预算收入343.5亿元，比上年增长13%，是石家庄市财政收入中稳定的来源。

总体来看，石家庄市经济稳定发展，财政实力较强，为公司经营发展提供良好的环境。

### 石家庄市正定新区区域环境

正定新区原名为滹沱新区，位于滹沱河北岸，根据《中共石家庄市委石家庄市人民政府关于规划建设滹沱新区的意见》（石发[2010]7号文），正定新区位于滹沱河北岸，正定古城东侧，南至滹沱河，西至京珠高速公路，北至正无公路，东至太行大街，规划面积约135平方公里，其中，起步区约30平方公里。正定新区北临空港工业园，南接国家级高新技术开发区，着力集聚现代高端产业。正定新区功能定位：是石家庄省会城市的重要组成部分，拟建成“低碳、生态、智慧”型的综合性现代化新城区，为市级行政、文化中心和现代服务业基地、科教创新集聚区和生态宜居新城。

正定新区规划特点：（1）实行托管管辖：正定新区建设阶段，起步区内的村庄整体划归新区托管，产业带内的村庄依据项目入驻情况分批由正定新区托管；（2）实行土地收储：授权正定新区行使土地一级开发权，起步区内土地一次性全部收储管理，产业用地根据项目入驻需求分批收储，土地实行分层出让和利用，所获得的土地收益全部用于新区建设；（3）成立正定新区建设投资开发公司（即滹沱公司），筹集基础设施和公益项目建设资金，滚动发展；（4）实行独立的财政政策：正定新区实行一级财政，并相应建立一级金库，新区土地收益、工商税收、各种行政性收费等收入，除上交省级以上的部分外，全部封闭用于新区建设，税收政策参照六大产业园区的有关规定执行，建设项目收费比照高新技术开发区政策执行；（4）实行优惠的招商引资政策：鼓励大集

团、大企业成片综合开发，并根据开发面积、投资强度等，给予一定的优惠政策。

正定新区是“四心、七区、三横三纵”的空间布局结构。“四心”：综合商务中心、会展中心、体育中心、商务金融中心等四个公共服务功能中心；“七区”：起步区主要包括了七个功能区，包括：居住片区、综合商务办公片区、商务办公片区、商业综合片区、职教片区、旅游服务片区、文化会展片区；“三横三纵”指沿主要的道路和河道形成城区的主要发展轴线。

2010年9月，正定新区首批15个重点项目举行开工仪式，正式拉开了正定新区建设的序幕。15个重点项目计划总投资115亿元，包括：综合商务中心、园博园、城市规划展馆、新区中学、新民居建设、市人防预备指挥所、综合管沟、滹沱河北岸防洪堤、太行大街北段、新城大道、滨水路、西上泽大街等。

目前正定新区三横三纵主路网框架已经成型，地下综合管廊系统在全国起到示范作用，园博园等一批市政配套项目投入运行，河北奥体中心、商务中心等大型功能性项目正在有序推进。随着会展中心和中小学校、医院、文化、商业购物中心等功能性项目陆续竣工投用，城市功能将更加完善。2016年，力争起步区内城市框架布局全部成形，基础设施实现“九通一平”，土地房屋征收安置全面完成。招商引资方面，河北省出版集团、河北省国税局、华侨大厦等项目已完成土地出让手续；河北省电力公司、河北省进出口检验检疫局已落实土地指标；河北钢铁集团、河北省信息产业投资公司、中国银行石家庄管理部、华北有色工程勘察院有限公司等一批项目已经签约确定落户正定新区。

地方财力方面，2012~2014年，石家庄市正定新区公共财政预算收入分别为8430万元、19081万元和25855万元，以税收收入为主，2013年增长较快；2012~2014年，国有土地使用权出让收入分别为40515万元、95153万元和

100406万元；2012~2014年，预算外财政专户收入规模较大，分别为215046万元、200078万元和599613万元，以债务收入为主，目前是地方综合财力的重要组成部分，同期，正定新区地方综合财力分别为272010万元、316468万元和733067万元；联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到预算外财政专户收入中的债务收入并非财政收入，而是财政局应偿还债务，石家庄市正定新区综合财力应小于表2数据。2013年，正定新区实现财政收入11.84亿元，其中，公共财政预算收入1.91亿元，2014年，正定新区实现财政收入16.19亿元，同比增长36.74%，其中，公共财政预算收入2.59亿元。

政府债务方面，截至2015年3月底，由财政承担偿还责任的融资平台公司借款85.44亿元，由于正定新区目前处于建设初期，地方财力尚难以覆盖债务规模，随着正定新区后续入驻企业的逐步增多，地方财力将不断增长。

表2 2012~2014年石家庄市正定新区财政收入情况  
(单位：万元)

项目名称	2012年	2013年	2014年
(一)公共财政预算收入	8430	19081	25855
1.税收收入	6980	15794	22173
2.非税收入	1450	3287	3682
(二)转移支付和税收返还收入	8019	2156	7193
1.一般性转移支付收入	1393	309	1590
2.专项转移支付收入	6626	1847	5603
3.税收返还收入			
(三)国有土地使用权出让收入	40515	95153	100406
1.国有土地使用权出让金	100	36425	91573
2.国有土地收益基金	46200	58367	14102
3.农业土地开发资金		915	387
4.新增建设用地有偿使用费	-5785	-554	-5656
(四)预算外财政专户收入	215046	200078	599613
1.基金收入	400	171	
2.社会保险基金收入	24385	1854	1432
3.调入资金	768		
4.债务收入	165590	171700	565871
5.前期费用收入	23806	27243	28595
6.结转资金	97	-890	3715

地方综合财力	272010	316468	733067
--------	--------	--------	--------

资料来源：石家庄市正定新区财政局提供

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本为50000万元，全部由财茂投资公司出资，为国控集团全资孙公司，实际控制人为石家庄市财政局。

### 2. 人员素质

公司执行董事赵夕军先生，男，1966年5月出生，中共党员，本科学历，高级工程师；曾于1989年8月至2012年2月在石家庄宝石集团工作，历任玻壳厂机械科科长和机修分厂生产科科长、宝石中和门窗公司供销科科长，于2012年2月至2014年6月在公司从事项目管理工作，于2014年6月至今任公司执行董事。

截至2014年底，公司共有51人，其中45岁以上的3人，30-45岁的14人，30岁以下的34人。

整体看，公司高管具有较为丰富的管理经验，人才队伍比较年轻，能够满足公司日常经营管理需要。

### 3. 政府支持

公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，获得了政府在项目资本金、融资支持和财政补贴等方面的支持。

项目资本金方面：2013~2014年，滹沱公司分别收到石家庄正定新区财政局拨付的项目资本金3.39亿元和5.50亿元。其中，2013年根据《关于对石家庄滹沱新区投资开发有限公司拨付项目资本金》（石新管财[2013]16号），将石家庄正定新区财政局的拨款3.39亿元计入资本公积。2014年，根据石家庄正定新区财政局石新管财[2014]1号《关于对石家庄滹沱新区投资开发有限公司拨付项目资本金》的通知，将石家庄正定新区财政局拨来的3.40亿元计入资本公积；根据石家庄正定新区财政局石新管

财[2014]16号《关于对石家庄滹沱新区投资开发有限公司拨付项目资本金》的通知，石家庄正定新区财政局将开发建设相关项目资本金2.10亿元先行划入石家庄保障性安居工程投资管理有限公司，待石家庄保障性安居工程投资管理有限公司审核完毕后，汇入公司账户后计入资本公积。

融资支持方面：2011年，石家庄市财政局出具了《石家庄市财政局关于石家庄正定新区新农村安居工程项目资金保障的函》，该项目一期总投资93.94亿元，其中，项目资本金27.94亿元，对外融资66亿元，当项目总投资概算或项目形成土地出让收入、资本金不能及时到位时，由正定新区财政局负责筹资落实资金缺口，若出现正定新区财政不足以保障项目资金投入时，石家庄市财政局将以石家庄市财政资金保障项目资金需要，确保工程顺利进行。

财政补贴方面：2012~2014年，为支持公司发展、加快新区建设，石家庄正定新区财政局分别给公司拨付财政补贴0.66亿元、4.00亿元和2.00亿元，计入营业外收入。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司由股东决定公司的经营方针和投资计划。公司不设董事会，设执行董事一人，由股东选举产生，执行董事任期三年，任期届满，可连选连任。公司设经理，由执行董事决定聘任或者解聘，经理对执行董事负责。公司不设监事会，设监事1人，由公司股东聘用及解聘，监事对股东负责，监事任期三年，任期届满，可连选连任。整体看，公司法人治理结构有待进一步完善。

### 2. 管理水平

公司自成立以来不断完善内部控制系统，并逐步制定了有关财务管理、预算管理、担保管理、融资管理和信息披露等方面的制度。

财务管理方面：公司为了不断完善财务管理体制，先后制定、下发了《石家庄滹沱新区投资开发有限公司财务管理办法》，对加强财务管理体制、财务人员、会计核算、资金管理、关联交易等方面进行了全方位的管理。

担保管理方面：公司原则上对外不提供担保，如确因经营需要为其投资企业提供担保，必须报股东审批，并按《担保法》的规定规范操作，建立备查账目，规范了保前、保后全流程的管理。公司原则上不对其他法人单位提供担保，如因特殊情况确需担保的，不论数额大小一律报股东审批。

融资管理方面：公司制定了《石家庄滹沱新区投资开发有限公司融资管理办法》对重大融资行为进行管理。重大融资项目需经融资发展部论证，经股东在其权限范围内对公司融资作出决策，并由融资发展部同财务部对项目实施和成本情况实行监督管理。

整体看，公司制定的相关管理制度能满足公司目前经营需求。

## 七、经营分析

2012~2014年，滹沱公司分别实现营业收入19.27亿元、23.15亿元和23.27亿元，全部为正定新区起步区工程建设收入，包括正定新区基础设施建设、土地拆迁、平整以及安置房建设等，毛利率水平均为10.71%，主要系石家庄正定新区财政局与滹沱公司签订了《石家庄正定新区起步区工程建设项目框架协议》，滹沱公司作为石家庄正定新区主要的建设融资主体，具体负责项目的投融资、建设开发、土地整理的运营，拆迁、开发建设前期资金首先由滹沱公司自筹，在项目全部完成之前，正定新区财政局每年按照经评审确认的开发建设投资成本加成12%固定收益进行项目结算；正定新区财政局根据资金情况向滹沱公司拨付工程款，具体支付约定为：完工后第一年支付不少于应付款额的10%，完工后二年内支付不少

于应付款额的25%，完工后三年内支付不少于应付款额的45%，完工后四年内支付不少于应付款额的70%，完工后五年内支付不少于应付款额的100%。近三年滹沱公司收入实现质量尚可，截至2014年底，对于石家庄正定新区财政局应收账款为5.44亿元，较2013年底下降36.68%，主要系正定新区前三年处于初步拆迁、建设时期，随着新区各项建设的不断推进，正定新区可用于出让的土地逐步增多，新区财力不断增强，滹沱公司对于正定新区财政局应收款项的回收保障有所提高。

代建项目会计处理方面：滹沱公司对代建的基建项目等投入的资金计入“存货—工程施工”，每年底根据评审确认的项目成本确认“营业收入”和“营业成本”，毛利计入“存货—工程施工—毛利”，此后，（1）对于进行工程结算了的项目，其“工程结算”金额直接冲减“存货”，并借记“应收账款”，对于收到正定新区财政局现金回流部分，贷记“应收账款”，借记“货币资金”；（2）对于尚未进行工程结算的项目，其毛利仍计于“存货”，所以年底存货余额反映的是尚未进行完工结算项目的成本和毛利。但是由于本期债券募投项目是依靠项目未来自身收入及财政补贴等来实现现金回流，正定新区财政局不对其进行结算回购，其投资支出计入“存货—开发成本”。

2010年以来，滹沱公司陆续完工了河北大道、上海大街、天津大街、迎旭大道、西藏大道西延工程等道路市政工程；完成了多条电力线路迁改；滨水景观绿地带一期工程等绿化工程；进行了对多家企业和居民宅基地的征地拆迁；迎旭大道、天津大街等地下综合管廊工程，施工内容包括：地下管廊、地下通道及管廊附属工程给水、电气和空调通风等；污水处理厂的建设。目前，安置房建设总占地面积2595亩，总建筑面积492万平方米，共建设住宅楼177栋、3.6万套，目前已开工100栋、1.9万套，总开工面积253.5万平方米。其中：三里屯六区已

回迁入住；其余31栋正内外装修，45栋正在进行基础施工。

正定新区地下综合管廊工程项目和市商务中心项目前期建设资金系由正定新区财政局投入，2013年12月，正定新区财政局与滹沱公司签订了《石家庄正定新区综合管廊资产转让协议》，正定新区财政局将合计35.05亿元的管廊资产划转至滹沱公司名下（体现为“在建工程”中的综合管沟项目），滹沱公司支付相应的对价，资产包括：正定新区迎旭大道、天津大街、上海大街、北京大街和隆兴大道管廊以及正定新区人防车行通道。此外，截至2014年底，公司还有市商务中心项目5.52亿元，较2013年底增长218.34%，主要是新增二次结构建设及装修的投入。滹沱公司将综合管廊工程项目和市商务中心项目均计入“在建工程”，后续可通过管廊出租等方式实现资金回流，目前具体方案尚未确定。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

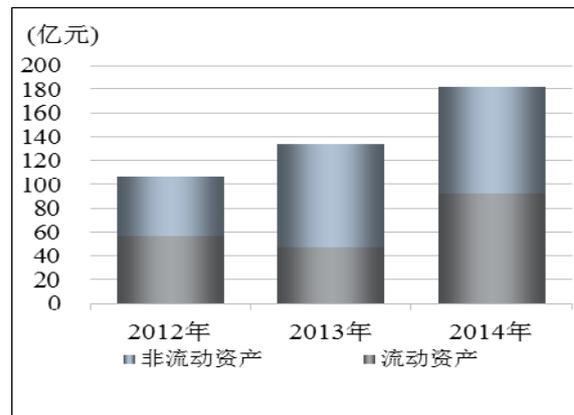
公司提供的2012~2014年三年连审审计报告已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见结论。

截至2014年底，公司资产总额181.53亿元，所有者权益74.65亿元，2014年实现营业收入23.27亿元，实现利润总额3.35亿元。

### 2. 资产质量

2012~2014年，公司资产规模较快增长，年均复合增长30.55%，主要是货币资金、存货和其他流动资产的增加导致流动资产规模快速增长。截至2014年底，公司资产总额181.53亿元，其中流动资产占比51.25%、非流动资产占比48.75%，公司流动资产占比波动中略有下降，目前公司资产结构以流动资产为主。

图1 2012~2014年公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司流动资产波动中较快增长，年均复合增长28.27%，主要是货币资金、存货和其他流动资产的增长。截至2014年底，公司流动资产93.03亿元，由货币资金（占比10.47%）、应收账款（占比5.85%）、预付款项（占比9.18%）、其他应收款（占比4.10%）、其他流动资产（占比6.45%）和存货（占比63.95%）构成。

2012~2014年，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长46.89%。截至2014年底，公司货币资金9.74亿元，主要由银行存款（占比99.99%）构成，其中无受限资金。

2012~2014年，公司应收账款较快下降，年均复合下降21.91%，全部为应收石家庄正定新区财政局款项。截至2014年底，公司应收账款5.44亿元，均为应收石家庄正定新区财政局代建项目款项，账龄在1年以内。

2012~2014年，公司预付款项快速增长，年均复合增长42.93%。截至2014年底，公司预付款项8.54亿元，其中预付河北恒山建设集团有限公司5.69亿元（为工程款项）、河北华丰建筑装饰工程有限公司2.85亿元（为工程款项）。

2012~2014年，公司其他应收款波动中较快下降，年均复合下降26.73%。截至2014年底，公司其他应收款3.81亿元，其中应收财茂投资公司2.80亿元（账龄3年以上），应收正定新区管委会0.66亿元（账龄1年以内及2-3

年），应收石家庄正定新区建设投资有限责任公司 0.35 亿元（账龄 1 年以内及 3 年以上）。截至 2014 年底，公司其他应收款未计提坏账准备。

根据《石家庄正定新区管理委员会关于石家庄滹沱新区投资开发有限公司对政府应收账款和其他应收款的情况说明和解决措施》（石新管[2015]4 号文），截至 2014 年底，公司对石家庄正定新区财政局、石家庄正定新区建设与房管中心下属的石家庄正定新区投资建设开发有限公司、石家庄正定新区管委会等产生的应收账款和其他应收款合计 6.45 亿元，正定新区管理委员会计划在 2015~2020 年分别按照上述应收款项合计金额 30%、20%、20%、10%、10%、10% 的比例逐年偿还，并同意在正定新区内划定合计约 987.56 亩土地，将上述土地出让净收益作为上述款项的偿付保障，2015~2020 年，计划土地出让面积分别为 296.27 亩、197.5 亩、197.51 亩、98.76 亩、98.76 亩和 98.76 亩，预计土地出让单价为 200 万元/亩，预计土地出让净收益合计 11.85 亿元，可以覆盖上述应收款项。该文件的出具一定程度上可减轻对公司的资金占用，缓解公司资金周转压力。

2012~2014 年，公司存货波动中快速增长，年均复合增长 36.74%。2012 年全部为石家庄正定新区起步区建造合同已形成的已完工未结算工程款项，2013 年公司在此基础上新增常山社区开发成本。截至 2014 年底，公司存货合计 59.49 亿元，主要由“存货-工程施工”核算的石家庄正定新区起步区工程 25.00 亿元和“存货-开发成本”核算的滹阳花园、常山社区和住宅小区 21.34 亿元构成。

2014 年，公司新增其他流动资产 6.00 亿元，为公司购买的理财产品。

2012~2014 年，公司非流动资产较快增长，年均复合增长 33.08%，主要是在建工程的增长。截至 2014 年底，公司非流动资产 88.50 亿元，主要以在建工程（占比 45.85%）和无形

资产（占比 54.15%）。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，主要是 2013 年公司新增的综合管沟项目 35.05 亿元和市商务中心项目 1.74 亿元。截至 2014 年底，公司在建工程 40.58 亿元，较 2013 年底有所增长，主要是因二次结构建设及装修新增投入导致市商务中心项目新增 3.79 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产略有下降，年均复合下降 2.04%，主要是受计提摊销的影响。截至 2014 年底，公司无形资产 47.92 亿元，全部为土地使用权，均为商业、住宅、文化娱乐用地，累计计提摊销 3.53 亿元。

近几年，公司资产规模较快增长，公司流动资产中存货和应收款项占比较大，资产流动性偏弱；非流动资产中土地资产及在建工程规模大，土地资产变现价值受土地市场景气度影响大。滹沱公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 12.16%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 74.65 亿元，其中实收资本占比 6.70%、资本公积占比 80.85%、盈余公积占比 1.25%、未分配利润占比 11.21%。

2012~2014 年，公司资本公积略有增长，年均复合增长 8.30%。2013~2014 年，滹沱公司分别收到石家庄正定新区财政局拨付的项目资本金 3.39 亿元和 5.50 亿元。截至 2014 年底，公司资本公积 60.35 亿元。

整体看，公司所有者权益稳定性好。

#### 负债

随着建设项目的资金投入，2012~2014 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 50.53%。截至 2014 年底，公司负债总额 106.88 亿元，其中流动负债占比 36.58%、非流动负债占比 63.42%，公司非流动负债占比呈下降趋势，但整体负债结构仍以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，

年均复合增长151.88%，主要是其他应付款和一年内到期的非流动负债增长。截至2014年底，公司流动负债合计39.09亿元，以应交税费（占比7.87%）、其他应付款（占比47.33%）和一年内到期的非流动负债（占比42.29%）为主。2012~2014年，由于公司无息借款、往来款的快速增长，公司其他应付款快速增长，年均复合增长94.12%。截至2014年底，公司其他应付款18.50亿元，主要由无息借款（11.71亿元，占比63.26%）、往来款（5.59亿元，占比30.21%）和土地整治款构成，主要为石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司（8.81亿元）、石家庄市政府投资管理办公室（2.50亿元）和石家庄正定新区三里屯街道办事处（1.20亿元）的款项。2013~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，全部为抵押借款。

2012~2014年，公司非流动负债较快增长，年均复合增长28.57%，主要由长期借款构成。截至2014年底，公司非流动负债合计67.79亿元，其中长期借款占比99.19%。截至2014年底，公司长期借款67.24亿元，全部为抵质押借款，其中，以无形资产中5个地块的土地出让收益进行抵质押，账面价值38.98亿元，无形资产抵质押比率75.76%，比率高；此外，根据《石家庄正定新区管委会支持石家庄滹沱新区投资开发有限公司融资贷款的决定》（石新管[2010]68号）文件，为保证公司为新区建设融资贷款工作的顺利进行，将根据贷款需要配备相应价值土地使用权证过户至公司专项用于融资贷款之抵押物，但公司不享有该土地使用权的收益权及处置权，待完成新区建设工作并归还新区建设所用贷款后，该土地使用权证根据新区建设需要另行处理，此类用于公司抵押借款但未入公司账的土地共17块。

从债务结构看，2012~2014年，公司全部债务快速增长，年均复合增长44.57%，长期有息债务占比呈下降趋势，但仍维持高位。截至2014年底，公司全部债务合计84.56亿元，其中短期债务占比20.48%、长期债务占比79.52%，

公司债务结构仍以长期债务为主。

从债务指标看，2012~2014年，随着正定新区建设的推进公司债务规模持续扩大，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续增长，三年均值分别为53.43%、48.50%和44.15%，2014年底分别为58.88%、53.11%和47.39%。

图2 2012~2014年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

整体看，随着正定新区建设投入，公司负债规模快速增长，负债结构以长期债务为主，债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入有所增长，年均复合增长9.88%，全部由正定新区起步区工程建设收入构成，三年分别为19.27亿元、23.15亿元和23.27亿元。2012~2014年，公司营业利润率持续下降，三年分别为9.94%、9.90%和9.60%。

2012~2014年，公司期间费用规模波动中略有下降，年均复合下降6.40%，主要是因为利息支出大量资本化，公司财务费用波动中快速下降影响。2012~2014年，滹沱公司期间费用率分别为5.36%、6.41%和3.89%。

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.66亿元、4.00亿元和2.00亿元，为根据石家庄正定新区财政局石新管财[2012]26号、[2013]27号文和[2014]6号文，为支持公司发展、加快新区建设，石家庄正定新区财政局拨

付的政府补贴收入。2012~2014年，公司利润总额分别为1.53亿元、4.53亿元和3.35亿元。公司利润对政府财政补贴的依赖性较大。

图3 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，受费用化利息支出波动下降以及净利润波动增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率波动中有所增长，2012~2014年平均值为2.05%和3.95%，2014年分别为1.89%和4.04%。公司整体盈利能力弱。

整体来看，公司营业收入快速增长，政府补贴收入是公司利润总额的重要补充。

### 5. 现金流

从经营活动看，2012~2014年，公司经营活动现金流入主要是由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成，分别为37.31亿元、65.13亿元和59.80亿元。2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为13.78亿元、23.48亿元和22.28亿元，三年现金收入比分别为71.50%、101.42%和95.75%，收入实现质量尚可。2012~2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，主要为往来款。2012~2014年，公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，三年分别为51.26亿元、47.67亿

元和69.47亿元。2012~2014年，公司经营活动现金流净额分别为-13.95亿元、17.46亿元和-9.67亿元。

从投资活动看，受滹阳花园、常山社区和住宅小区项目投入影响，2013~2014年，公司投资活动现金流表现为净流出，分别为-36.79亿元和-9.30亿元，主要为购建固定资产无形资产等支付的现金，其中2014年购买光大理财产品支出6.00亿元体现在支付其他与投资活动有关的现金中。

从筹资活动看，随着公司在建项目投入规模的持续扩大，公司资金需求持续增加。2012~2014年，公司筹资活动现金流净额分别为14.17亿元、15.44亿元和28.08亿元。2012~2014年，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主。

总体来看，公司作为石家庄市正定新区重要的建设及投融资主体，需要大量资金进行项目建设投资，公司资金需求大，存在一定融资压力。

### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，受流动资产波动增长而流动负债持续快速增长影响，公司流动比率波动中快速下降，速动比率持续下降，三年平均值分别为323.37%和151.11%，2014年底为237.96%和85.79%。公司短期偿债指标较高，但考虑公司流动资产以存货和应收款项为主，其变现能力将弱化公司实际短期偿债指标。2012~2014年，公司经营活动现金流量净额正负波动较大，对公司短期债务保障能力较差。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2012~2014年，公司全部债务/EBITDA波动增长，近三年分别为15.90倍、9.88倍和19.40倍，EBITDA对全部债务的保护能力指标较低。考虑到公司的偿债资金将主要来自政府拨付的代建项目收入款，未

来随着正定新区建设的不断推进，公司未来债务偿还能力将不断增强。

截至2014年底，公司共获得各商业银行累计授信总额130.44亿元，未使用额度31.72亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2014年底，公司对外担保5.00亿元，为对石家庄正定新区建设与房管中心的担保（授信额度8.00亿元，2014年底实际放款5.00亿元），担保比率为6.70%。整体看，公司或有负债风险小。

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证为：G10130123015119206），截至2015年5月5日，溇沱公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及石家庄市及石家庄正定新区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府在土地资产注入和资金注入等方面给予公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

### 九、本期债券偿还能力分析

#### 1. 本期债券对溇沱公司现有债务的影响

本期债券拟发行18亿元，占2014年底公司全部债务和长期债务的21.29%和26.77%，对公司现有债务影响较大。

截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.88%、53.11%和47.39%。以公司2014年底报表财务数据为基础，预计本期债券发行后，上述三项指标将分别上升为62.59%、57.88%和53.31%，债务负担有所加重。

#### 2. 本期债券募投项目收益预测及对本期债券偿还能力分析

##### (1) 本期债券募投项目收益预测

本期项目收益债募投项目收益预测依据①项目可研编制单位石家庄市工程咨询研究院出具的《可研报告》；②项目收益预测咨询报告编制单位中财宝信（北京）资产评估有限公司出具的《石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目收益预测咨询报告》（以下简称“项目收益预测咨询报告”）。

石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期项目建设期3年，该项目总投资26.48亿元，包括工程费用（包括建筑工程费、设备购置费和安装工程费）16.19亿元、土地使用费1.17亿元、拆迁补偿费3.52亿元、建设期利息2.07亿元以及其他费用。其中，建设期利息计算方式：该项目对外融资22.51亿元，借款年利率按5.895%计算，建设期第一年借款8.50亿元，第二年借款6.80亿元，第三年借款7.21亿元，则建设期利息共计为2.07亿元。但联合资信关注到由于可研报告编制时间较早，募投项目的实际融资来源和融资利率可能均已发生变化，导致建设期利息数据计算值可能偏小。

##### 建设投资估算

工程费用：募投项目工程内容包括高层住宅、储藏室、公共配套设施（学校、社区卫生服务中心等）以及基础设施项目（供电、水、气工程、道路、绿化）等，工程费用具体细分为建筑工程费13.02亿元、设备购置费1.58亿元和安装工程费1.58亿元，工程费用合计16.19亿元。

拆迁补偿费用：本项目采用异地安置方式，拆迁总占地面积1092744平方米，拆迁总人数8665人，宅基地拆迁建筑面积608759平方米。拆迁补偿采用房屋产权调换和货币补偿的方式进行，募投项目拆迁补偿费用3.52亿元。

土地使用费用：本项目用地通过划拨方式取得，土地费用按规定足额交纳，募投项目土地使用费估算为1.17亿元，此外，预备费1.38

亿元以及其他费用。

表3 募投项目投资支出估算表(单位:亿元)

名称	金额
一、工程费用	16.19
1、主要工程项目	12.87
2、公共配套设施	2.48
3、基础设施项目	0.84
二、其他费用	6.84
1、土地使用费	1.17
2、拆迁补偿费	3.52
3、其他	2.15
三、预备费	1.38
<b>建设投资金额(一+二+三)</b>	<b>24.42</b>
四、建设期利息	2.07
<b>项目总投资(一+二+三+四)</b>	<b>26.48</b>

资料来源:根据可研报告整理

### 项目收入估算

本期债券募投项目收益主要来源于以下方面:(1)住宅销售收入;(2)商业配套销售收入;(3)商业配套出租收入;(4)停车位销售收入;(5)财政补贴;(6)停车位出租收入等其他收益,且对于未来收益的预测中财宝信(北京)资产评估有限公司出具了《石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目收益预测咨询报告》。

**住宅销售:**常山社区住宅为高层建筑,18~33层,根据《项目收益预测咨询报告》,确定项目目前住宅销售均价为4620元/平方米,考虑谨慎性原则,预计2017年销售平均价格约为4400元/平方米、每年增长5%动态测算,假定2017年、2018年、2019年分别销售40%、40%、20%的住宅,2017~2019年,可分别实现住宅销售收入分别为4.23亿元、4.42亿元和2.31亿元,合计10.96亿元。

**商业配套销售:**根据《项目收益预测咨询

报告》,该项目商业房产的平均售价为7938.00元/平方米,以2017年销售平均价格为7500元/平方米为基准价格、年均增长15%动态测算,假定5%的商业配套用于销售,2017年、2018年、2019年分别销售30%、40%、30%测算,2017~2019年可分别实现商业配套销售收入0.08亿元、0.12亿元和0.11亿元,合计0.31亿元。

**商业配套出租:**根据《项目收益预测咨询报告》,项目当地商铺出租价格约3.52元/平方米/天,以3.34元/平方米/天为基准价格、2017-2019年递增10%、2020-2025年递增12%,2026-2054年递增长2%,假定95%的商业配套67868平方米用于出租,2017~2025年入驻率分别为50%、75%、90%、95%、95%、95%、95%、95%、95%,2017~2025年可分别实现商业配套出租收入0.41亿元、0.66亿元、0.86亿元、1.03亿元、1.16亿元、1.29亿元、1.42亿元、1.61亿元和1.81亿元,合计10.24亿元。

**停车位销售:**募投项目建设998个停车位,其中800个停车位用于配套销售,预计2017年约销售500个,2018年销售300个。石家庄正定县停车位约12万元/个,按谨慎原则8.5万元测算,项目可实现停车位销售收入0.68亿元。

**停车费:**募投项目建设中198个车位用于出租,按5车次/车位/天,3元/车次测算,2017~2025年项目每年可实现停车费收入108.42万元。

**财政补贴:**募投项目总投资估算为26.48亿元,为保证项目建设进度,根据石新管财[2014]34号文件,正定新区财政局给与合计12.88亿元的财政补贴,并分期拨付。假定本期债券于2015年发行,募投项目未来收入预测详见下表4。

表4 本期债券募投项目未来收益预测表(单位:万平方米、万元/平方米、万元/平方米/年、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	合计
住宅销售:24.04万平方米												
住宅销售比例	建设期		40%	40%	20%							

住宅销售面积		9.62	9.62	4.81							
住宅销售价格		0.44	0.46	0.48							
住宅销售收入小计		4.23	4.42	2.31							10.96

配套商业销售：0.36 万平方米

配套销售比例	建设期	30%	40%	30%							
配套商业销售面积		0.11	0.14	0.11							
配套商业销售价格		0.75	0.86	0.99							
配套商业销售收入		0.08	0.12	0.11							0.31

配套商业出租：6.79 万平方米

配套商业出租出租	建设期	50%	75%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
配套商业出租价格		0.12	0.13	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22	0.25	0.28	
配套商业出租收入		0.41	0.66	0.86	1.03	1.16	1.29	1.42	1.61	1.81	10.24

停车位总数：998 个；其中，出租 198 个，出售 800 个

停车位销售收入	建设期	0.42	0.26								0.68
停车费		0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.10
财政补贴	1.53	0.10	0.10	1.00	1.80	1.95	1.75	1.50	1.25	1.90	12.88
收入小计	1.53	5.25	5.57	4.29	2.84	3.12	3.05	2.93	2.87	3.72	35.17

资料来源：根据中财宝信（北京）资产评估有限公司《石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目收益预测咨询报告》整理

注：住宅销售面积不包括安置房部分。

根据上述预测，本期债券募投项目具有多项收入来源，但联合资信关注到，未来募投项目收益的实现主要受以下因素影响：①房地产行业景气度下行压力较大；②正定新区尚处于建设初期，募投项目销售收入规模受入驻新区企业数量影响较大；③募投项目住宅销售价格预测较为乐观；④募投项目未来收入中的商业

配套出售和出租收入，后续每年增速预计偏乐观。总体来看，募投项目收入实现具有一定的不确定性。

#### 现金流预测

基于对募投项目建设投资估算、成本和收入预测，本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表 5 本期募投项目经营现金流量预测表（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	合计
经营性现金流入	1.53	5.25	5.57	4.29	2.84	3.12	3.05	2.93	2.87	3.72	35.17
住宅销售现金流入		4.23	4.42	2.31							10.96

配套商业销售现金流入		0.08	0.12	0.11							0.31
配套商业出租现金流入		0.41	0.66	0.86	1.03	1.16	1.29	1.42	1.61	1.81	10.24
停车位销售现金流入		0.42	0.26								0.68
停车费现金流入		0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.10
财政补贴现金流入	1.53	0.10	0.10	1.00	1.80	1.95	1.75	1.50	1.25	1.90	12.88
<b>经营性现金流出</b>		1.04	0.81	0.53	0.24	0.27	0.30	0.33	0.37	0.42	4.31
经营资金		0.30									0.30
配运营费用		0.36	0.41	0.30	0.18	0.20	0.23	0.25	0.28	0.32	2.52
营业税金及附加		0.29	0.31	0.18	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	1.25
土地增值税		0.09	0.10	0.05							0.24
<b>所得税前经营性净现金流量</b>	1.53	4.21	4.76	3.75	2.60	2.85	2.75	2.60	2.50	3.30	30.86
<b>调整所得税（息税前利润*25%）</b>		0.31	0.44	0.31	0.17	0.20	0.22	0.25	0.29	0.32	2.51
<b>所得税后经营性净现金流量</b>	1.53	3.90	4.32	3.44	2.43	2.65	2.53	2.35	2.21	2.98	28.35

资料来源：根据中财宝信（北京）资产评估有限公司《石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目收益预测咨询报告》

### 敏感性分析

当募投项目累计经营性现金净流量等于本期债券本息合计数值（27.22亿元，依据表6）时，项目累计经营性现金净流量能够覆盖本期债券本息。

当募投项目实际收入较预测收入发生变动，进而导致募投项目累计经营性现金净流量实际值较预测值下降一定幅度X时，项目累计经营性现金净流量将恰好覆盖本期债券本息， $X = (30.86 - 27.22) / 30.86 = 11.80\%$ ，表明当募投项目累计经营性现金净流量下降幅度超过11.80%时，项目盈利就不能覆盖本期债券本息，可以看出募投项目收入抗风险能力尚可，敏感性一般。

#### （2）项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要是募投项目的住宅、商业配套及停车位的销售和出租收入及财政补贴。

假定本期债券于2015年发行，发行期限10年，2016年开始偿还利息，2017~2025年分期偿还本金，以票面利率8.5%来测算，本期债券需偿还的利息9.22亿元，本息合计为27.22亿元。

### 本期债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表5测算，本期债券发行期间（2016年至2025年）项目累计经营现金流入量、所得税前经营性净现金流量、所得税后经营性净现金流量分别是35.17亿元、30.86亿元和28.35亿元，对本期债券本息合计（27.22亿元）偿还倍数分别是1.29倍、1.13倍和1.04倍，三者均能覆盖本期债券本息。

### 本期债券存续期内现金流分期保障分析

2016年，本期募投项目自身尚未产生经营收入，当年需偿还利息1.53亿元主要依靠财政补贴，对外部支持依赖程度较高。

2017年募投项目自身开始产生现金流入，至2025年本期债券的还本付息由项目自身收入及财政补贴两部分构成，根据表6，募投项目现金流入量对本期债券本息合计的覆盖倍数介于1.00~1.58之间，所得税前现金流量净额对本期债券本息合计的覆盖倍数介于1.00~1.26之间，所得税后现金流量净额对本期债券本息合计的覆盖倍数介于1.00~1.17之间，三者基本覆盖本期债券分期偿还本息。

表6 项目预测现金流对本期债券本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

	利息	本金	本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	所得税前现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数	所得税后现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
2016年	1.53	0.00	1.53	1.00	1.00	1.00

2017年	1.53	1.80	3.33	1.58	1.26	1.17
2018年	1.38	2.70	4.08	1.37	1.17	1.06
2019年	1.15	2.25	3.40	1.26	1.10	1.01
2020年	0.96	1.35	2.31	1.23	1.13	1.05
2021年	0.84	1.80	2.64	1.18	1.08	1.00
2022年	0.69	1.80	2.49	1.22	1.10	1.02
2023年	0.54	1.80	2.34	1.25	1.11	1.01
2024年	0.38	1.80	2.18	1.32	1.15	1.02
2025年	0.23	2.70	2.93	1.27	1.13	1.02
<b>合计</b>	<b>9.22</b>	<b>18.00</b>	<b>27.22</b>	<b>1.29</b>	<b>1.13</b>	<b>1.04</b>

资料来源：联合资信整理

注：1.上表中利息以8.5%年化利率来测算；2.现金流入量、所得税前现金流量净额和所得税后现金流量净额数据取自表5。

总体来看，本期债券募投项目未来现金流入量和现金流量净额均可覆盖债券本息偿还总额和分期偿还金额，但联合资信关注到，受房地产行业景气度下行和未来入驻正定新区企业数量影响，募投项目收入实现具有一定的不确定性。

### 3. 溁沱公司对本期债券偿还能力分析

2012~2014年，溁沱公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期债券本金18亿元的保障倍数均值分别为0.24倍和3.16倍；2014年上述指标分别为0.24倍和3.32倍。2012~2014年，公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期债券单年最大偿还本金金额（2.7亿元）的保障倍数均值分别为1.63倍和21.07倍，2014年上述指标分别为1.61倍和22.15倍。2012~2014年，公司经营活动现金流净额正负波动较大，其中2013年公司经营活动现金流净额对本期债券的覆盖倍数为0.97倍，对单年最大偿还本金金额的覆盖倍数为5.31倍。

总体来看，溁沱公司经营活动现金流入量和净额对本期债券单年最大偿还本金金额的保障程度较好。

## 十、债权保护条款分析

本期债券还本付息的资金来源主要为募投项目自身产生的住宅、配套商业、停车位等

的销售和出租收入以及财政补贴。当上述资金不足以支付偿债资金时，溁沱公司作为偿债主体先用公司其他经营收益进行补足，若仍未补足，则启动差额补足机制。

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，差额补偿人国控集团同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，差额补偿人对本期债券承担连带偿还责任。

### 1. 差额补偿协议

溁沱公司与差额补偿人、账户监管银行以及债权人（本期债券的主承销商）共同签署了《2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议》<sup>2</sup>（以下简称“协议”），约定了溁沱公司的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争

<sup>2</sup>根据国控集团出具的《关于〈2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议〉相关情况的说明》，在“2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议”所使用的债券名称和募投项目名称如与国家发改委最终核准名称存在不一致的情况，协议中的债券名称和募投项目名称与经国家发改委核准的本期债券及募投项目的正式名称具有相同含义，上述不一致只是由于协议使用了项目别称所致，不影响该协议的效力。《2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议》具备法律效力，国控集团将严格按照该协议规定履行差额补偿义务。

议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

协议中明确约定差额补偿人对本期债券的差额补偿承担连带责任，其补偿责任为：在T日前第20个工作日（T-20日）偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，或因溥沱公司无法满足募集资金支取条件，导致提前兑付的情况发生且偿债资金专户内的账户余额不足以支付本金、利息以及提前兑付补偿金时，差额补偿人按本协议第四条约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：（1）本期债券存续期间，若在付息/兑付日前第20个工作日（T-20日）时，偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时，中信银行应于不迟于当期付息/兑付日前第19个工作日（T-19日）书面通知差额补偿人、债权代理人及评级机构，国控集团应在不迟于付息/兑付日前第15个工作日（T-15日）补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分；（2）因溥沱公司无法满足募集资金支取条件，导致提前兑付的情况发生且在提前付息/兑付日前第20个工作日偿债资金专户内账户余额不足以支付本金、利息以及提前兑付补偿金时，中信银行应于不迟于提前付息/兑付日前第19个工作日书面通知差额补偿人、债权代理人及评级机构，国控集团应在不迟于提前付息/兑付日前第15个工作日补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金总额的差额部分。

对于违约责任方面：（1）在溥沱公司无法偿还债务时，差额补偿人对全部债务承担连带偿还责任。偿还责任范围包括：本期债券待偿还的本金及利息，以及可能产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金等；（2）溥沱公司、差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，当溥沱公司、差额补偿人未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任、补偿

责任时，国泰君安证券或账户监管银行可以要求溥沱公司、差额补偿人中任一方或多方履行本期债券的偿还责任，并承担相应的违约责任。

## 2. 差额补偿人

经联合资信评定，国控集团有限责任公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

2012~2014年，国控集团营业收入分别为47.56亿元、42.97亿元和42.34亿元，分别是本期债券18亿元的2.64倍、2.39倍和2.35倍，经营活动现金流入量分别是82.29亿元、242.32亿元和136.75亿元，分别是本期债券18亿元的4.57倍、13.46倍和7.60倍；近三年，国控公司经营活动现金流均表现为净流出，对本期债券不具备保障能力。整体看，国控集团营业收入和经营活动现金流入量较大，对本期债券覆盖能力较强，同时考虑到本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中偿付本金的压力。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

## 3. 募集资金封闭运作

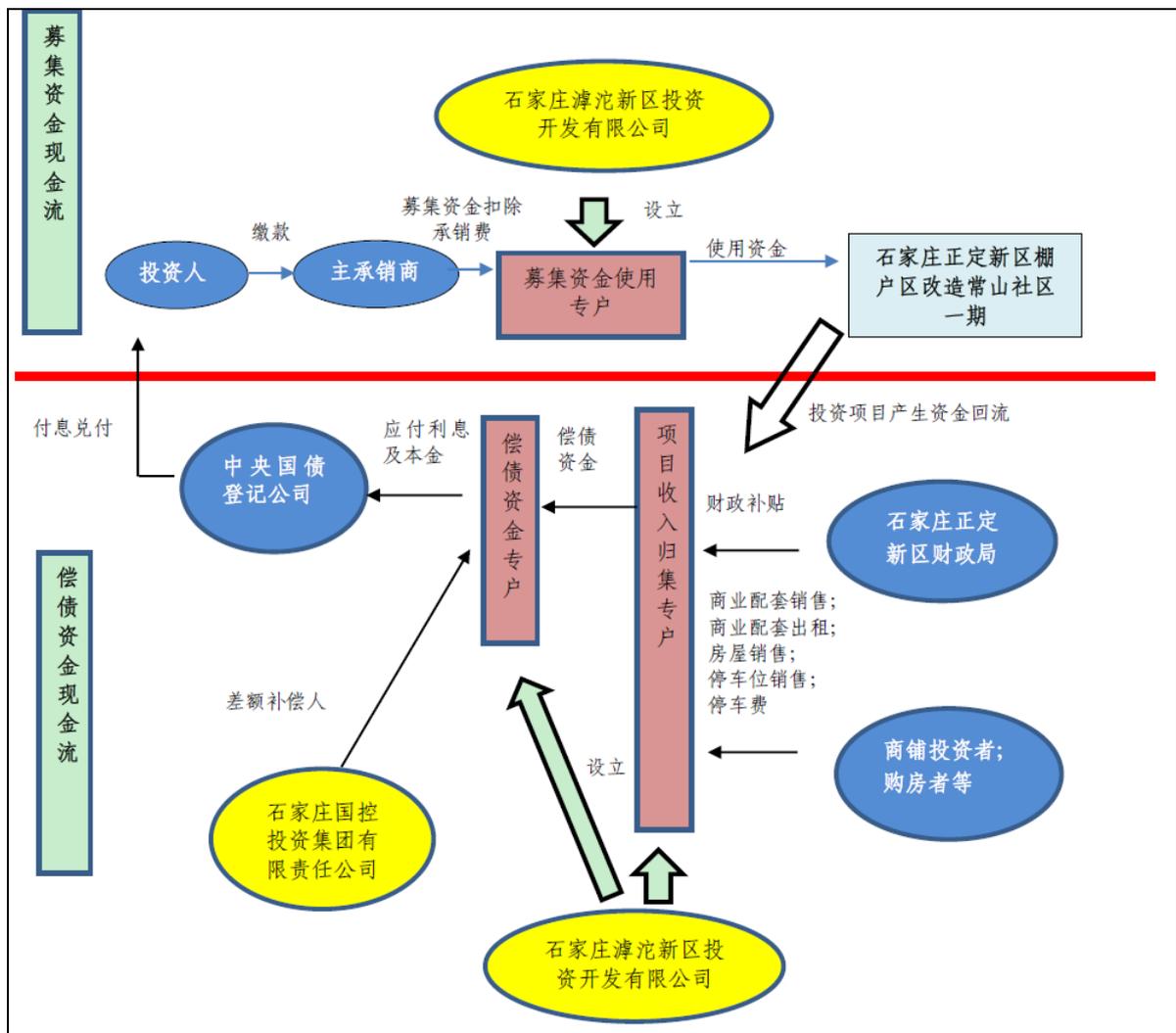
为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，溥沱公司聘请中信银行股份有限公司石家庄分行（以下简称“中信银行”）作为本期债券账户监管银行，溥沱公司与账户监管银行中信银行签署了《2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区项目项目收益债券账户监管协议》（以下简称“《账户监管协议》”），约定溥沱公司在账户监管银行处开立募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户，委托账户监管银行对以上账户进行监管。

募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转。

项目收入归集专户，专门用于项目收益债券募集资金投向项目所有收入接收、存储、划转的资金账户，具体募集资金投向项目及项目收入的约定以债券披露的募集说明书为准。项目收入归集专户资金优先用于本期债券还本付息，中信银行应在每次还本付息前12个月对项目收入归集专户中当期还本付息金额以内部分的资金予以冻结，专项用于本期债券还本

付息。在债券还本付息期间，经溇沱公司申请，中信银行确认，该部分冻结资金划至偿债资金专户用于还本付息。偿债准备金金额以募集说明书中约定的为准。项目收入当年归集金额扣除当年还本付息金额和偿债准备金金额后的剩余部分，可用于支付与项目有关的成本、费用和税金。

图4 本期债券资金流向



资料来源：企业提供

偿债资金专户专门用于归集偿债资金，偿付本期债券本息的账户。

#### 4. 监管责任

根据《账户监管协议》，溇沱公司应按债

券还本付息的有关要求，

至少在本期债券当期付息日和/或本金兑付日前第120个工作日和第26个工作日将项目收入归集专户中的资金向偿债资金专户划转，作为偿债准备金。

若在付息/兑付日前第25个工作日时,偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时,溁沱公司应在不迟于付息/兑付日前第22个工作日用自身其他资金或收益补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。若债券当期付息日和/或本金兑付日前第20个工作日,偿债资金专户余额少于债券当期还本付息金额时,中信银行应于不迟于当期付息日和/或本金兑付日前第19个工作日书面通知差额补偿人、债权代理人及评级机构,差额补偿人应于不迟于当期付息日和/或本金兑付日前第15个工作日将差额补足。若届时仍未补足,中信银行应于不迟于当期付息日和/或本金兑付日前第14个工作日通知债权代理人及评级机构。

因溁沱公司无法满足募集资金支取条件,导致提前兑付的情况发生且在提前付息/兑付日前第25个工作日偿债资金专户内账户余额不足以支付本金、利息以及提前兑付补偿金时,溁沱公司应在不迟于提前付息/兑付日前第22个工作日用自身其他资金或收益补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金总额的差额部分。若因溁沱公司无法满足募集资金支取条件,导致提前兑付的情况发生且在提前付息/兑付日前第20个工作日偿债资金专户内账户余额不足以支付本金、利息以及提前兑付补偿金时,中信银行应于不迟于提前付息/兑付日前第19个工作日书面通知差额补偿人、债权代理人及评级机构,差额补偿人应在不迟于提前付息/兑付日前第15个工作日前补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金总额的差额部分。若届时仍未补足,中信银行应于不迟于提前付息/兑付日前第14个工作日通知债权代理人及评级机构。

#### 5. 账户监管银行

中信银行成立于1987年。2007年,中信银行引入战略投资者西班牙对外银行(以下简称“BBVA”)并实现在上海交易所和香港联合交

易所同步上市。2010年,中信集团将其子公司GIL所持有的19.24亿股H股份转让予BBVA。2011年,中信银行完成A+H股配股再融资。截至2014年末,中信银行股本总额467.87亿股。2013年2月,中信集团将持有的中信银行股份全部转让至中信股份有限公司,中信银行控股股东变更为中信股份有限公司,中信集团仍为中信银行实际控制人。

中信银行业务经营范围:吸收公众存款;发放短期、中期和长期贷款;办理国内外结算;办理票据承兑与贴现;发行金融债券;代理发行、代理兑付、承销政府债券;买卖政府债券、金融债券;从事同业拆借;买卖、代理买卖外汇;从事银行卡业务;提供信用证服务及担保;代理收付款项;提供保管箱服务;结汇、售汇业务;代理开放式基金业务;办理黄金业务;开展证券投资基金、企业年金基金、保险资金、合格境外机构投资者托管业务;经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务;保险兼业代理业务(有效期至2014年09月08日)。

截至2014年末,中信银行在中国境内121个大中城市共设立机构网点1230家,其中一级(直属)分行40家、二级分行76家、支行8家、其他营业网点1106家;拥有1家境内子公司-浙江临安中信村镇银行股份有限公司;2家境外子公司-中信国际金融控股有限公司和振华国际财务有限公司;在职员工5.07万余人。

截至2014年底,中信银行资产总额41388.15亿元,其中贷款净额21363.32亿元;负债总额34104.68亿元,其中客户存款余额38714.69亿元;股东权益2673.46亿元;不良贷款率1.30%,拨备覆盖率181.26%;按照新的《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算,资本充足率为12.33%,一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为8.99%和8.93%;2014年,中信银行实现营业收入1247.16亿元,净利润414.54亿元。

中信银行注册地址:北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦C座;法定代表人:常振

明。

总体看，中信银行资产规模较大、内控制度水平高，作为账户监管银行，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

#### 6. 信息披露机制

本期债券存续期内，溇沱公司将按照国家相关法律法规和规章制度的要求，履行以下信息披露义务：

(1) 溇沱公司在本期债券存续期内，每年4月30日以前在中国债券信息网上公告上一年度审计报告。

(2) 溇沱公司和承销机构将在本期债券发行后三个月内在中国债券信息网上公告项目实施进度及募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户收支情况，此后每半年公告上述情况。

(3) 在债券存续期内，项目建设、运营情况发生重大变化或项目实施主体发生对债券持有人有重大影响的事项，应按照规定或约定履行程序，并及时公告或通报。

(4) 本期债券的债权代理人将委托具有证券从业资格的会计师事务所对债券募集资金使用情况、项目收益归集情况每年进行一次专项审计。审计中发现存在违反募集说明书披露内容和相关协议约定的行为的，会计师事务所将及时报告债券代理人和相关监管机构。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出监管较为严格，信息披露要求规范，可有效防范本期债券的操作风险。

## 十一、结论

溇沱公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，获得了政府在土地资产注入和资金支持等方面的支持。公司资产规模较快增长，流动资产中存货和应收款项占比大，对公司资金形成一定占用，非流动

资产中土地资产规模大，变现价值受土地市场景气度影响大；公司负债规模快速增长；政府补贴收入是公司利润总额的有益补充。

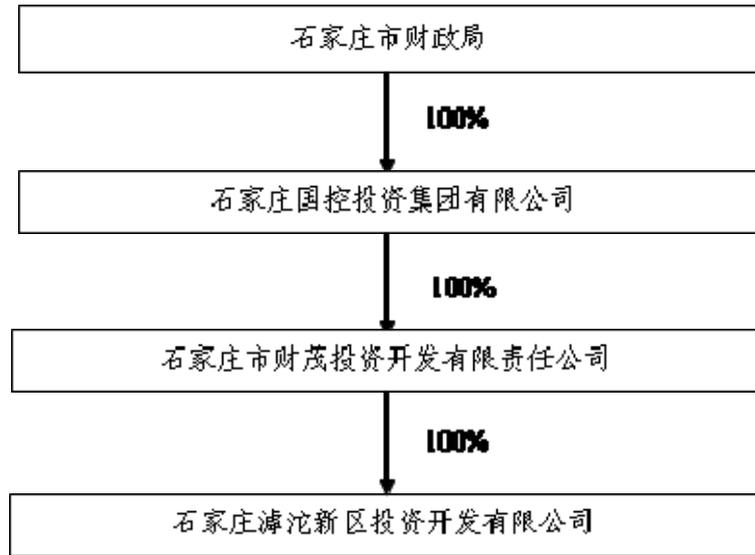
石家庄市正定新区作为石家庄市重点发展的新兴区域，是石家庄省会城市的重要组成部分，拟建成集市级行政、文化中心和现代服务业基地和科教创新集聚区于一体的生态宜居新城。近年来正定新区建设发展较快，财政实力不断增强，为溇沱公司发展和本期募投项目的开发建设提供了良好的外部环境。

本期募投项目总建筑面积约总建筑面积81.91万平方米，预计投资26.48亿元，预测项目综合收益可以覆盖本期债券的本息，本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力；但是由于目前正定新区尚处于发展初期，募投项目运营期内收入的实现存在不确定性。

本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益及财政补贴，若项目收益不足以支付偿债资金，偿债主体溇沱公司其他经营收益可对其进行补足；同时，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人有义务按约定的时间对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足，并承担连带偿还责任。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 滹沱公司股权结构图



## 附件 2 溁沱公司财务概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	4.52	0.62	9.74
资产总额(亿元)	106.51	133.44	181.53
所有者权益(亿元)	59.34	66.13	74.65
短期债务(亿元)	0.00	10.35	17.32
长期债务(亿元)	40.46	46.28	67.24
全部债务(亿元)	40.46	56.63	84.56
营业收入(亿元)	19.27	23.15	23.27
利润总额(亿元)	1.53	4.53	3.35
EBITDA(亿元)	2.55	5.73	4.36
经营性净现金流(亿元)	-13.95	17.46	-9.67
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	3.12	2.64	3.32
存货周转次数(次)	0.60	0.68	0.47
总资产周转次数(次)	0.20	0.19	0.15
现金收入比(%)	71.50	101.42	95.75
营业利润率(%)	9.94	9.90	9.60
总资本收益率(%)	1.15	2.92	1.89
净资产收益率(%)	1.94	5.14	4.04
长期债务资本化比率(%)	40.54	41.17	47.39
全部债务资本化比率(%)	40.54	46.13	53.11
资产负债率(%)	44.29	50.44	58.88
流动比率(%)	917.55	232.93	237.96
速动比率(%)	401.20	93.25	85.79
经营现金流动负债比(%)	-226.38	85.23	-24.73
全部债务/EBITDA(倍)	15.90	9.88	19.40
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.07	3.62	3.32
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.77	0.97	-0.54
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.32	0.24

### 附件 3 本期债券差额补偿人主体报告

## 附件 4 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
<b>本期债券偿债能力</b>	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期 项目收益债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

石家庄滹沱新区投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及差额补偿人的相关资料）。石家庄滹沱新区投资开发有限公司或者差额补偿人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，石家庄滹沱新区投资开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注石家庄滹沱新区投资开发有限公司和差额补偿人的经营管理状况及相关信息，如发现石家庄滹沱新区投资开发有限公司或差额补偿人出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如石家庄滹沱新区投资开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送石家庄滹沱新区投资开发有限公司、主管部门、交易机构等。

